新时代证券 New Times Securities

坚持长期主义选股，风险波动和高估值影响不大

——医药生物投资周报

投资周报

● 长期来看，政策、国际、经济风险影响不大，估值上升有系统性因素会逐步消化

本周医药行业大幅上涨，一改前两周颓势，我们始终坚定认为，1、长期来看，医药的需求空间巨大且不断拓展，医药供给越发达，人寿命延长后，疾病越复杂，越需要优质医药的供给。供给在满足需求的同时不断创造更多的需求。2、人的天性决定了更持久求生、更好的生活，更多的关注自身的人本主义是本能需求，控费压力无法长期限制人的天性需求，且医保总盘子也在不断增长。3、医药的复杂艰巨使得创新需要长期巨大的投入，也形成了巨大的壁垒。4、医药股抗外部风险能力强，包括政治风险、经济周期风险等，中美关系扰动影响不大，经济下行影响不大。5、医药股成长性强，医药行业优质股将随着时间利润增长从而消化估值。6、医药细分领域多壁垒高，讨论整体贵还是便宜意义不大，关键是细分赛道选择。7、近期市场风险偏好上升，整体估值上移，成长股向未来 2-3 年利润看齐。8、疫情对业绩和预期的影响，疫情长期化可能性增加，疫苗的安全性、抗体滴度的持久性有待观察。

所以不用过于担心政策控费、国际关系风险、宏观经济下行风险，如有调整从长期来看可能是机会。市场整体风险偏好、流动性及疫情使得估值上涨有一定合理性，另外利润的成长也会逐步消化估值。坚持长期主义，走最不好走的创新之路，积累干货价值和硬实力是药企根本出路，更关注创新板块。

长期性科技创新主线受益标的有亿帆医药、药石科技、药明康德。海外疫情出口受益标的有迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特、新产业、蓝帆医疗。疫苗研发受益的标的有智飞生物、沃森生物。

● 第三批集采规则类似之前，品种增加，部分领域竞争激烈

第三批带量采购开展，整体上与第二批政策类似，变化的地方包括，中标企业范围从最高 6 家扩大到 8 家，进一步保障供应，4 家及以上中标均为约定采购量的 80%，从采购数量来看，55 个品种高于第一轮和第二轮集采。中标周期有些调整，2 家中标，周期仅一年。第三批集采涉及的抗炎药和抗风湿药有 6 个通用名药品，占比较高，包括托法替布、塞来昔布、帕瑞昔布等重磅品种，抗炎抗风湿药领域热度非常高，石药、科伦、扬子江、南京正大天晴均有产品上市，预计价格战较为激烈，降价超过 50%。另外在糖尿病、降血压、抗感染领域的大品种预计也竞争激烈。如二甲双胍、替格瑞洛、托法昔布、布洛芬、卡托普利、缬沙坦、奥氮平、克拉霉素、拉米夫定等。

● 公司增量信息及点评

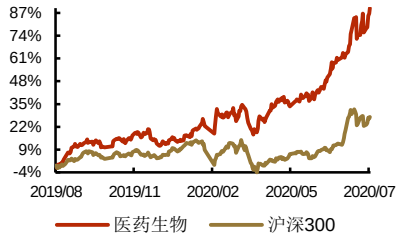
恒瑞医药发布中报，营业收入 113 亿，增长 12.79%，归属于上市公司股东的净利润 26.6 亿，增长 10.34%。研发创新方面，上半年研发投入 18.63 亿元，比上年同期增长 25.56%。上半年取得创新药制剂生产批件 3 个，仿制药制剂生产批件 1 个，取得创新药临床批件 37 个。

● 风险提示：带量采购政策影响、中美关系影响

推荐（维持评级）

沈瑞（分析师）
证书编号：S0280520060001

行业指数走势图



相关报告

《波动无忧，经济内循环下侧重自主科创和出口板块》2020-07-28

《关注创新、疫情出口及消费反弹板块》2020-07-23

《仿制药集采向全国推开符合预期，量价关系决定不同品种出现分化》2019-09-01

《医保动态调整成常态，临床价值为核心，精细化管理》2019-08-21

重点公司盈利预测

子行业	证券代码	股票名称	市值（亿元）	ROE	EPS				PE				PB
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
CRO 类	603259.SH	药明康德	2,593.40	10.57	0.98	0.80	1.16	1.51	115.55	140.85	97.77	74.62	8.76
	300725.SZ	药石科技	185.11	22.94	0.92	1.05	1.36	1.87	138.80	121.73	94.28	68.47	13.22
	300759.SZ	康龙化成	794.57	16.70	0.43	0.69	1.05	1.37	245.72	152.33	100.05	76.34	5.42
	603127.SH	昭衍新药	221.26	24.35	0.48	0.79	1.12	1.53	204.23	124.05	86.95	63.60	12.92
	300347.SZ	泰格医药	807.16	23.65	0.63	1.12	1.42	1.84	170.94	95.90	76.01	58.60	12.26
	688222.SH	成都先导	198.70	26.68	0.11	0.30	0.29	0.41	441.94	165.21	168.96	121.72	16.06
医疗服务类	300015.SZ	爱尔眼科	1,867.14	22.51	0.24	0.33	0.41	0.56	185.06	135.41	109.82	80.45	19.01
	600763.SH	通策医疗	565.77	29.87	1.04	1.44	1.86	2.43	170.36	122.18	95.08	72.71	18.99
	002044.SZ	美年健康	603.28	-13.84	0.21	-0.22	0.12	0.28	73.51	-69.62	127.61	55.22	6.88
药店类	603939.SH	益丰药房	458.47	12.72	0.78	1.02	1.36	1.77	110.10	84.32	63.61	48.78	6.26
	603233.SH	大参林	502.10	20.39	0.81	1.07	1.44	1.83	94.44	71.46	53.20	41.72	8.10
	603883.SH	老百姓	303.68	15.58	1.49	1.74	2.16	2.66	69.81	59.70	48.13	39.03	5.54
	002727.SZ	一心堂	182.98	14.00	0.91	1.05	1.27	1.51	35.12	30.30	25.15	21.22	3.03
医疗器械（设备类）	300760.SZ	迈瑞医疗	4,218.33	27.91	3.06	3.85	4.82	5.86	113.42	90.12	72.00	59.17	12.56
	300206.SZ	理邦仪器	136.65	10.42	0.16	0.23	0.67	0.72	147.48	103.64	35.09	32.46	3.27
	002223.SZ	鱼跃医疗	368.71	13.07	0.73	0.75	1.19	1.26	50.71	48.99	31.01	29.26	3.36
	300633.SZ	开立医疗	134.64	7.47	0.63	0.25	0.49	0.66	53.30	132.60	68.47	50.71	7.10
医疗器械（IVD 类）	300482.SZ	万孚生物	334.63	18.68	0.90	1.13	1.86	2.17	108.74	86.36	52.37	45.04	8.38
	603882.SH	金域医学	441.49	19.23	0.51	0.88	1.17	1.46	189.22	109.73	82.19	66.02	10.72
	603658.SH	安图生物	700.68	34.81	1.31	1.80	2.23	3.02	124.55	90.51	73.05	53.91	19.00
	300832.SZ	新产业	723.22	28.07	1.69	1.88	2.43	3.03	104.21	93.61	72.26	57.98	15.70
	300676.SZ	华大基因	656.76	6.27	0.97	0.69	3.12	2.25	169.86	237.67	52.62	72.98	6.16
医疗器械（耗材类）	300677.SZ	英科医疗	380.93	13.08	0.81	0.80	8.32	9.29	212.41	213.63	20.65	18.47	2.39
	002382.SZ	蓝帆医疗	300.68	6.04	0.36	0.51	2.19	1.75	86.72	61.33	14.24	17.83	1.40
	300595.SZ	欧普康视	396.89	26.13	0.36	0.51	0.64	0.87	183.54	129.33	101.38	74.77	15.14
	300529.SZ	健帆生物	585.44	30.24	0.50	0.72	0.96	1.28	145.64	102.56	76.21	57.38	15.28
生物药	300357.SZ	我武生物	353.16	26.04	0.44	0.57	0.69	0.92	151.65	118.39	97.91	73.23	18.96
	300009.SZ	安科生物	288.92	5.20	0.19	0.09	0.31	0.39	109.78	232.12	68.88	54.45	5.73
	000661.SZ	长春高新	2,011.46	28.54	2.49	4.39	6.90	9.01	199.85	113.32	71.99	55.18	7.19
	300122.SZ	智飞生物	2,976.00	47.67	0.91	1.48	2.09	2.75	205.05	125.76	88.98	67.75	15.45
	300142.SZ	沃森生物	1,243.17	3.01	0.68	0.09	0.62	0.97	118.83	875.63	130.57	83.65	10.34
	300601.SZ	康泰生物	1,512.17	25.51	0.65	0.85	1.25	2.08	347.08	263.21	180.25	108.05	23.14
	002007.SZ	华兰生物	1,184.56	19.89	0.62	0.70	0.91	1.07	103.95	92.30	71.08	60.59	7.93
化学药	000513.SZ	丽珠集团	443.00	12.02	1.15	1.38	1.65	1.93	47.35	39.33	32.91	28.20	2.90
	600276.SH	恒瑞医药	5,008.51	24.02	0.77	1.00	1.29	1.66	123.19	94.00	73.07	56.98	16.72
	002019.SZ	亿帆医药	364.85	12.84	0.60	0.73	1.03	1.20	49.48	40.38	28.75	24.66	2.74
中药	600436.SH	片仔癀	1,231.97	23.64	1.89	2.28	2.83	3.51	107.79	89.64	72.12	58.22	10.56

资料来源：Wind，新时代证券研究所（带*为新时代医药行业覆盖标的，其余公司均采用 wind 一致预期，股价为 2020 年 7 月 31 日收盘价）

目 录

重点公司盈利预测 2
1、 股票组合及其变化 5
2、 分析及展望 5
2.1、 对板块发展的总体分析 5
2.1.1、 继续关注四条主线，长期侧重科技，短期重视疫情疫苗 5
2.1.2、 第三批集采规则类似之前，品种增加，部分领域竞争激烈 6
2.1.3、 上周行情回顾及行业估值水平 7
2.2、 行业动态跟踪 11
2.2.1、 医保目录保留乙类 OTC，八类药品出局 11
2.2.2、 获 7.65 亿美元扶持，胶卷巨头转型制药 11
2.2.3、 传国家医保局下发 500 品种清单，2022 年全部完成带量 11
2.2.4、 第三批国采文件下发 11
2.3、 重点公司跟踪 12
2.3.1、 恒瑞医药发布中报 12
2.3.2、 恒瑞发布股权激励方案 12
3、 重要子行业分析 13
3.1、 CRO 行业正在腾飞，长期繁荣 13
3.1.1、 研发费用 13
3.1.1.1、 全球研发支出保持一定增长，药物开发难度加大 13
3.1.1.2、 国内研发支出未来增速进一步提高 13
3.1.2、 研发支出外包率提升加快 14
3.1.3、 创新药销售额增速加快 14
3.1.4、 全球在研药物稳步增长 15
3.1.5、 供给端：工程师红利非常显著 16
3.1.6、 产能及基础设施蓄势待发 17
3.1.7、 临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集 17
3.1.8、 资本市场迎来春天更加给力 17
3.1.9、 政策大力支持医药创新 18
3.2、 药店行业机遇与风险并存 18
3.2.1、 行业终端增速放缓 18
3.2.2、 处方药外流大势所趋 19
3.2.3、 集中度提高空间大，龙头企业优势明显 19
3.2.4、 互联网零售存在一定的冲击 19
4、 报告及数据 20
4.1、 上周报告及调研回顾 20
4.2、 行业跟踪数据一览（图表） 20
5、 风险提示 20

图表目录

图 1: 创业板、沪深 300 和医药生物涨跌幅 7
图 2: 医药行业各子行业一年来涨跌幅 7
图 3: 一级行业周涨幅对比 8
图 4: 医药子行业周涨跌幅 8

图 5: 上周涨幅前十个股.....9
图 6: 上周跌幅前十个股.....9
图 7: 医药行业估值及相对沪深 300 溢价率.....9
图 8: 医药子行业 PE 估值水平变化.....10
图 9: 全球研发支出及预测.....13
图 10: 国内研发支出及预测.....14
图 11: 国内外创新药销售额增速将提升.....15
图 12: 全球在研药物稳步增长.....15
图 13: 近年来 FDA 批准新药呈增长态势.....16
图 14: 高等教育理工医人才丰富.....16
图 15: A 股医药行业融资额显著回暖.....17
图 16: 医药行业 PE&VC 融资额.....18
图 17: 医药上市公司整体营业收入（亿元）.....20
图 18: 医药上市公司整体净利润（亿元）.....20

未找到目录项。

1、 股票组合及其变化

本周医药行业大幅上涨，一改前两周颓势，我们始终坚定认为，1、长期来看，医药的需求空间巨大且不断拓展，医药供给越发达，人寿命延长后，疾病越复杂，越需要优质医药的供给。供给在满足需求的同时不断创造更多的需求。2、人的天性决定了更持久求生、更好的生活，更多的关注自身的人本主义是本能需求，控费压力无法长期限制人的天性需求，且医保总盘子也在不断增长。3、医药的复杂艰巨使得创新需要长期巨大的投入，也形成了巨大的壁垒。4、医药股抗外部风险能力强，包括政治风险、经济周期风险等，中美关系扰动影响不大，经济下行影响不大。5、医药股成长性强，医药行业优质股将随着时间利润增长从而消化估值。6、医药细分领域多壁垒高，讨论整体贵还是便宜意义不大，关键是细分赛道选择。7、近期市场风险偏好上升，整体估值上移，成长股向未来 2-3 年利润看齐。8、疫情对业绩和预期的影响，疫情长期化可能性增加，疫苗的安全性、抗体滴度的持久性有待观察。

所以不用过于担心政策控费、国际关系风险、宏观经济下行风险，如有调整从长期来看可能是机会。市场整体风险偏好、流动性及疫情使得估值上涨有一定合理性，另外利润的成长也会逐步消化估值。坚持长期主义，走最不好走的创新之路，积累干货价值和硬实力是药企根本出路，更关注创新板块。

长期性科技创新主线受益标的有亿帆医药、药石科技、药明康德。海外疫情出口受益标的有迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特、新产业、蓝帆医疗。疫苗研发受益的标的有智飞生物、沃森生物。消费服务领域恢复性反弹利好欧普康视、我武生物、长春高新、安科生物、美年健康。

2、 分析及展望

2.1、 对板块发展的总体分析

2.1.1、 继续关注四条主线，长期侧重科技，短期重视疫情疫苗

长期来看，医药投资重点需要抓住几条主线。第一是科技创新主线，主要包括创新药、创新器械、CXO 板块和互联网医疗。创新是行业发展的主要动力，不断满足新的需求，不断提供更好的临床价值，政策近年来对创新鼓励支持不断，从临床试验支持、临床审批加速，国际数据采纳，纳入医保目录，资本市场支持等多领域给予支持。国内研发支出保持 20%左右的增长，预计未来可以达到 20%以上，国内 IND 申报方面，近年来 CDE 接受的 IND 申报增速约 30%，保持了高速增长。受益标的有亿帆医药。

CXO 领域来看，外包率不断提高，外包可以降低研发成本，节约研发时间，提供全流程的服务。国内从供给端来看，工程师红利丰富，产能及基础设施完备；临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集；资本市场投融资迎来春天。利好药石科技、药明康德、成都先导、维亚生物、昭衍新药、泰格医药和康龙化成。

创新器械角度来看，器械科技属性较强，国际企业优势较为明显，国内企业成本优势较为明显，随着技术进步，不断推进进口替代，部分设备有出口优势。经济内循环逐步占据主导地位，国产替代更加重要，长期利好迈瑞医疗、新产业、理邦仪器、乐普医疗、蓝帆医疗等。

互联网主线主要是互联网医疗的拓展，疫情的发展促进了互联网医疗的发展，网上诊疗、网上药店和网上医保结算逐步推进。利好平安好医生、阿里健康等。

第二条主线是消费服务主线，随着人均收入的增长和消费升级，消费行业一直是二级市场的黄金赛道，消费行业 2C 可以形成较强的议价能力，长期来看提价能力较强。医药消费中新兴、高端消费众多，具备长期潜力。医药消费很多非医保品种，政策免疫能力强。

短期来看，国内疫情控制较好，在全球比较风景这边独好，国内消费板块存在反弹预期，近期中报季是检验的时点。利好欧普康视、我武生物、长春高新、安科生物、片仔癀、爱尔眼科、通策医疗、美年健康等。

第三条主线是疫情主线。截止 7 月 24 日，国际新冠确诊患者累计达到 1588 万人，日新增确诊患者 28 万人，增长绝对值再创新高。美国、巴西、印度、俄罗斯等人口大国确诊人数名列前茅，且美国巴西印度新增量仍在逐步提高。预计在安全有效疫苗出来之前，全球疫情仍不容忽视。一般疫苗研发时间十年以上，短期疫苗安全性有效性可能存在一定问题，推广范围可能受限。利好疫情出口相关公司，如蓝帆医疗、英科医疗、南卫股份、振德医疗、理邦仪器、迈瑞医疗、宝莱特和鱼跃医疗等。疫苗相关个股也为受益标的，如康希诺、康泰生物、沃森生物、智飞生物等。

从长期来看，疫情拉动卫生领域的基础设施建设，加大公共卫生防控机制建设，包括检验实验室建设、重症监护病区（ICU）、呼吸、感染等科室建设以及医院的扩建。配置医疗器械设备和耗材，包括了呼吸机、监护仪、内镜、血液净化、除颤仪、影像学、生物医疗低温储存设备、检测设备等一系列医疗器械。主要拉动迈瑞医疗、理邦仪器、鱼跃医疗、健帆生物、开立医疗、宝莱特、万东医疗、海尔生物等。

第四条主线是政策主线。需要避开医保局集采的领域，首当其冲是通过一致性评价的化药，化药注射剂一致性评价正在开展，高值耗材集采正在逐步试点，中药以及生物药集采。首先需要关注非医保品种，如生长激素、脱敏制剂，其次是非进医院品种，如角膜塑形镜和片仔癀等。

出口产品均不受集采影响，且赚取外汇受到国家鼓励，在内循环下，正如领导人观点，完全关起门搞发展很难，对外开放如同呼吸空气一样，因此出口赚取外汇更加重要，而医药类外贸和技术交流一般需求弹性很低，且符合普世价值，受到政治干扰很少，具有确定性，可关注 CXO 类、设备类、检测类、低值耗材以及原料药及制剂出口等。利好 cxo 中出口占比较高的，比如药石科技、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药等。设备类出口占比较高的包括理邦仪器、迈瑞医疗、宝莱特、鱼跃医疗。检测类出口占比较高的有万孚生物、华大基因、新产业等。低值耗材中利好英科医疗、蓝帆医疗、南卫股份、振德医疗等。原料药制剂出口利好海普瑞等特色原料药，以及亿帆医药等大宗原料药。

2.1.2、 第三批集采规则类似之前，品种增加，部分领域竞争激烈

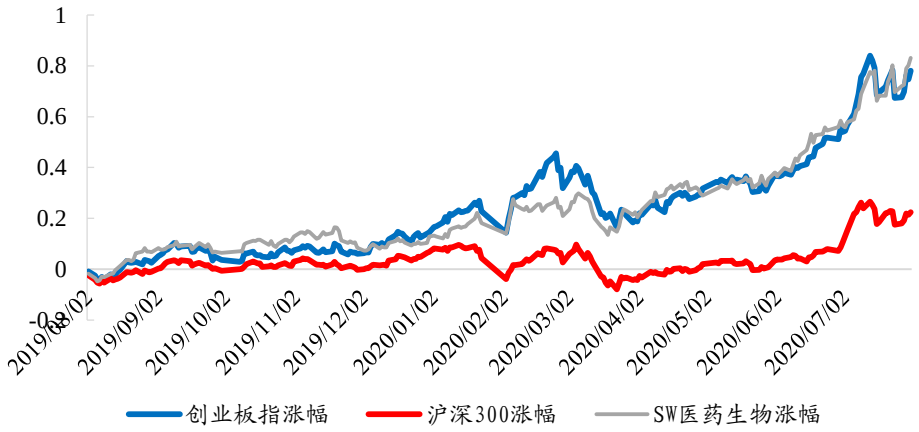
第三批带量采购开展，整体上与第二批政策类似，变化的地方包括，中标企业范围从最高 6 家扩大到 8 家，进一步保障供应，4 家及以上中标均为约定采购量的 80%，从采购数量来看，55 个品种高于第一轮和第二轮集采。中标周期有些调整，2 家中标，周期仅一年。第三批集采涉及的抗炎药和抗风湿药有 6 个通用名药品，占比较高，包括托法替布、塞来昔布、帕瑞昔布等重磅品种，抗炎抗风湿药领域热度非常高，石药、科伦、扬子江、南京正大天晴均有产品上市，预计价格战较为激

烈，降价超过 50%。另外在糖尿病、降血压、抗感染领域的大品种预计也竞争激烈。如二甲双胍、替格瑞洛、托法昔布、布洛芬、卡托普利、缬沙坦、奥氮平、克拉霉素、拉米夫定等。

2.1.3、 上周行情回顾及行业估值水平

上周来看，创业板大涨 6.38%，沪深 300 上涨 4.20%，医药生物上涨 7.96%，整体有大幅上涨，医药及创业板前几周调整较大，上周大幅反弹。

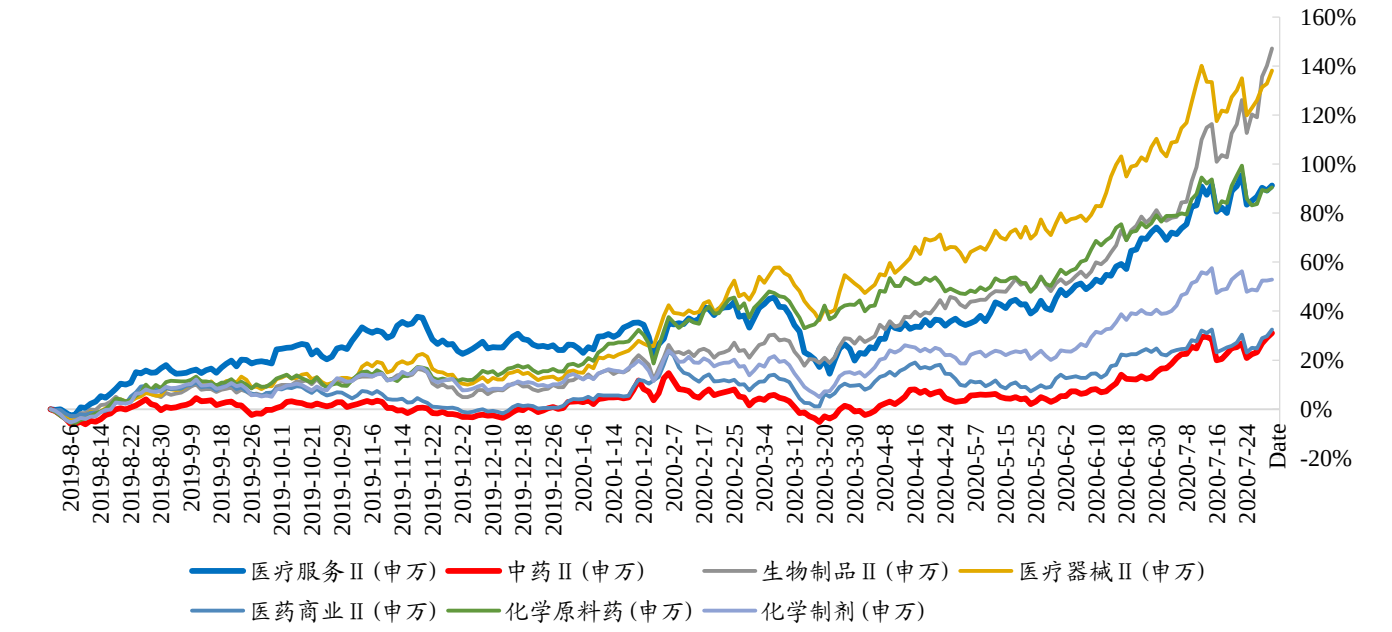
图1： 创业板、沪深 300 和医药生物涨跌幅



资料来源：wind，新时代证券研究所

从医药行业七大子行业来看，生物制品年涨幅 147%，跃升为涨幅最高子行业，主要是疫苗个股的带动。医疗器械一年来涨幅紧随其后，达到 138%，医疗服务涨幅 91%，原料药涨幅 90%，化学制剂涨幅 53%，医药商业涨幅 32%，中药涨幅 31%。

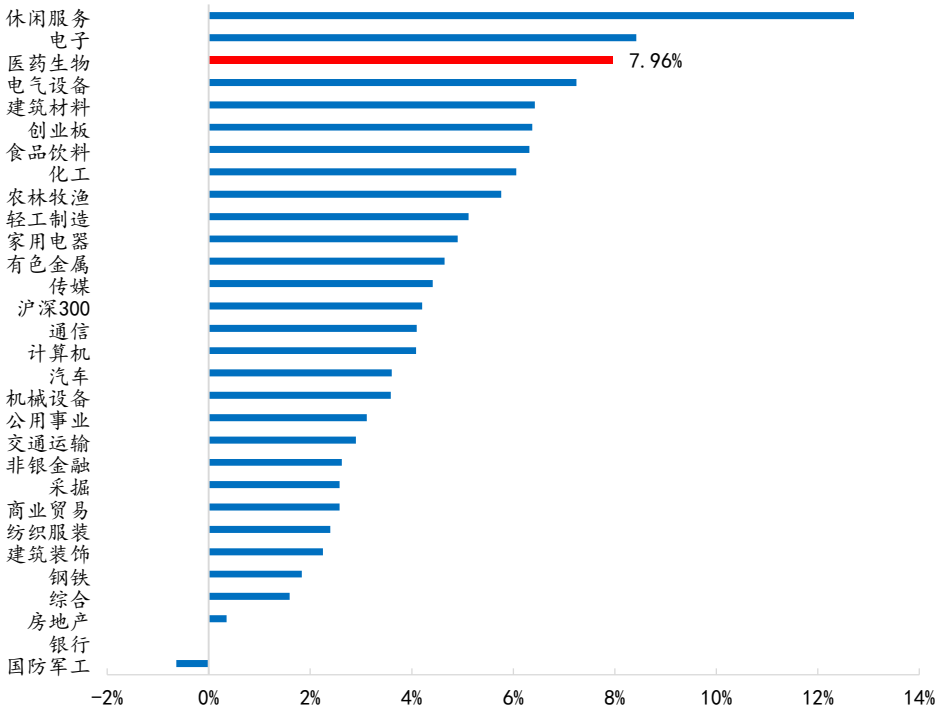
图2： 医药行业各子行业一年来涨跌幅



资料来源：wind，新时代证券研究所

一级行业周行情对比来看，上周医药行业涨幅位居第三，显著靠前，上升 7.96%。

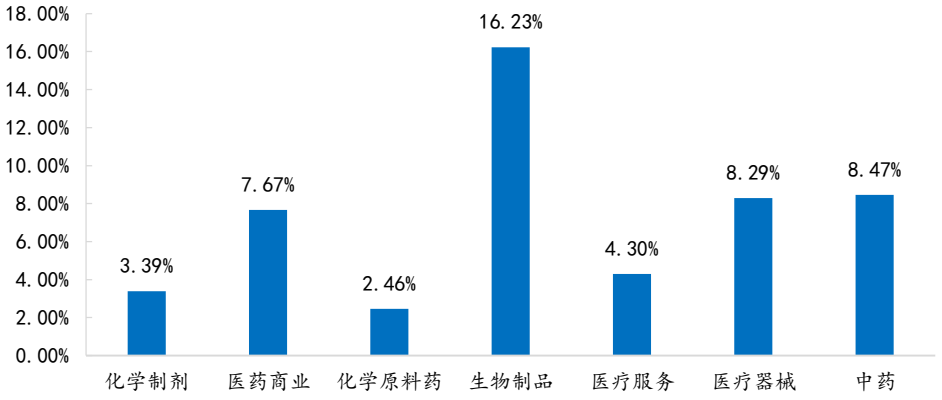
图3： 一级行业周涨幅对比



资料来源：wind，新时代证券研究所

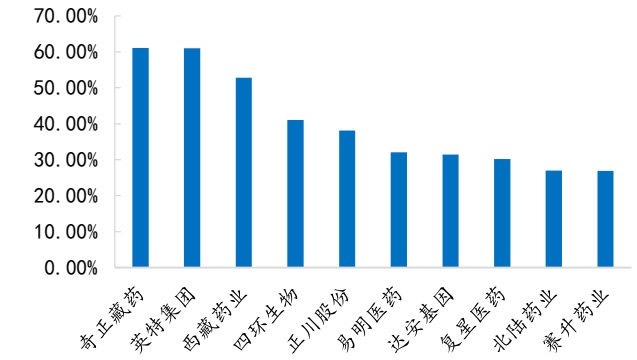
上周细分子版块来看，七大板块均明显上涨，生物制品涨幅最高，高达 16%。其次是器械商业中药，相对较慢的是化学制剂和化学原料药板块。

图4： 医药子行业周涨跌幅



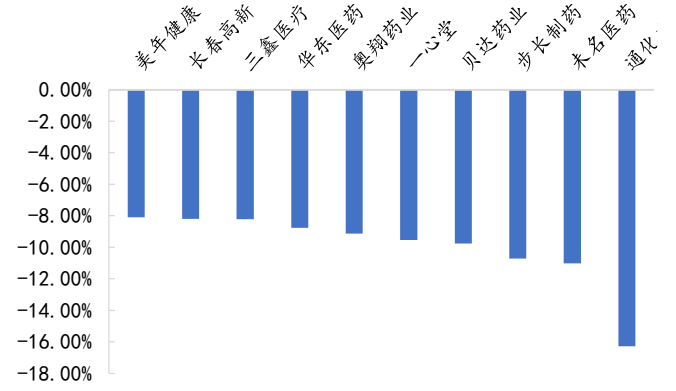
资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 上周涨幅前十个股



资料来源：wind，新时代证券研究所

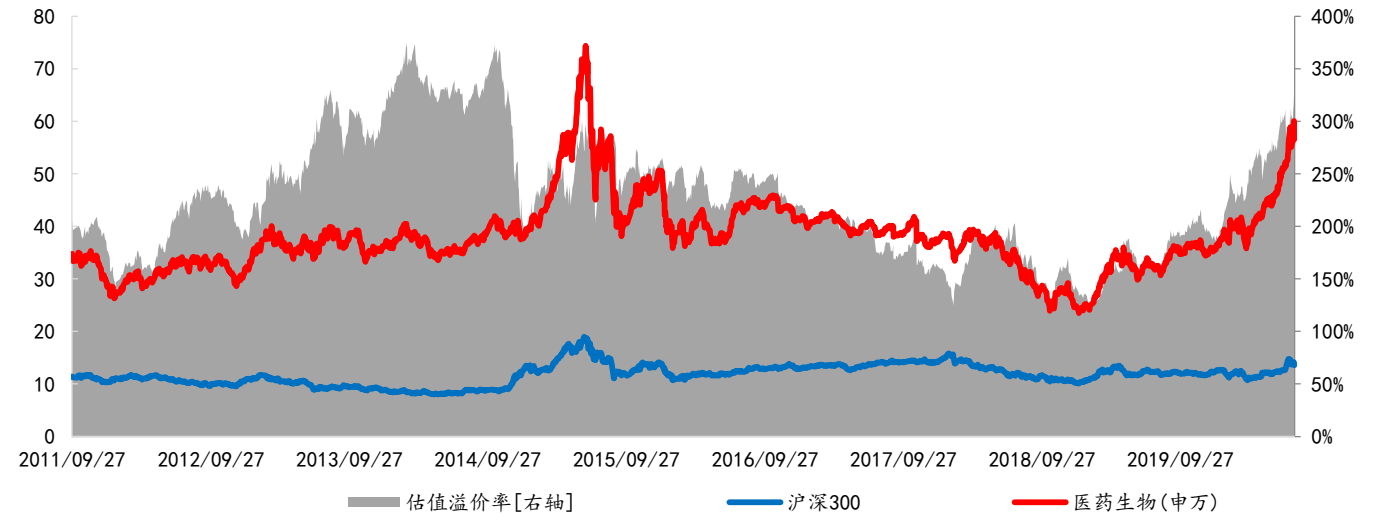
图6： 上周跌幅前十个股



资料来源：wind，新时代证券研究所

上周医药行业整体 PE（TTM）达到 61.64 倍，相对沪深 300 估值溢价率 334%，进一步逼近历史高位。

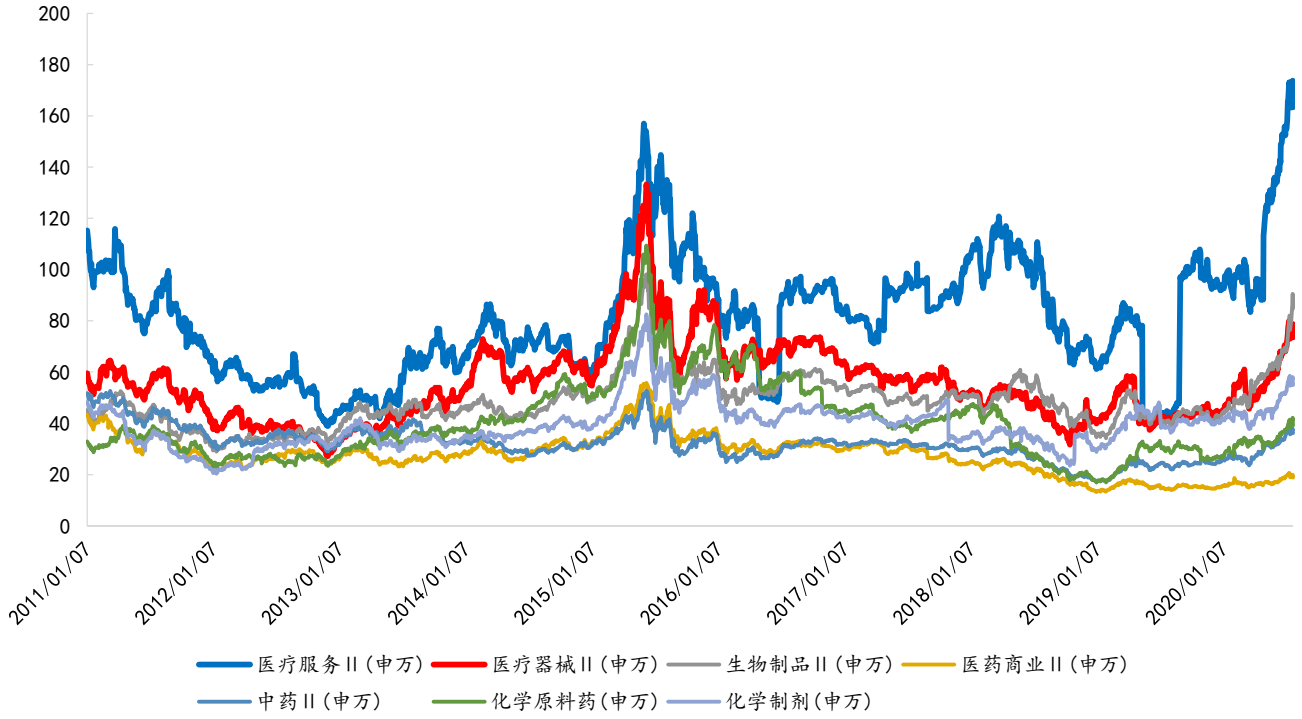
图7： 医药行业估值及相对沪深 300 溢价率



资料来源：wind，新时代证券研究所

从医药子行业移动平均 PE 来看，均进一步升高，医疗服务最高，达到 169 倍，其次是生物制品 101 倍，医疗器械 79 倍，化学制剂、化学原料药、中药处于中间位置，分别为 57 倍，41 倍和 39 倍。估值最低的为医药商业，PE 仅 21 倍。

图8： 医药子行业 PE 估值水平变化



资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2、 行业动态跟踪

2.2.1、 医保目录保留乙类 OTC，八类药品出局

7 月 31 日，国家医保局正式发布《基本医疗保险用药管理暂行办法》，自 2020 年 9 月 1 日起施行。《办法》明确，以下药品不纳入《基本医疗保险药品目录》：（一）主要起滋补作用的药品；（二）含国家珍贵、濒危野生动植物药材的药品；（三）保健药品；（四）预防性疫苗和避孕药品；（五）主要起增强性功能、治疗脱发、减肥、美容、戒烟、戒酒等作用的药品；（六）因被纳入诊疗项目等原因，无法单独收费的药品；（七）酒制剂、茶制剂，各类果味制剂（特别情况下的儿童用药除外），口腔含服剂和口服泡腾剂（特别规定情形的除外）等；（八）其他不符合基本医疗保险用药规定的药品。

征求意见稿中“乙类 OTC 药品”与“破壁饮片、精制饮片等对标准饮片进行再次加工的饮片”均在列，原则上医保目录不再新增 OTC 药品。短期可能会给医药产业带来一段“阵痛期”。长期来看有临床价值的企业能够稳固占据市场。

2.2.2、 获 7.65 亿美元扶持，胶卷巨头转型制药

7 月 28 日，美国国际发展金融公司（DFC）与柯达共同宣布，前者向柯达公司提供 7.65 亿美元的贷款，以支持推出柯达制药业务部。这个新部门将生产用于仿制药的“起始原料”和“原料药（活性药物成分）”。这是美国政府依据《国防生产法》下发的首笔此类贷款。美国有关部门称，美国包括抗新冠病毒药所需的 25%原料药都将在柯达制药部门生产出来。

目前，美国消耗着全球大约 40%的仿制药原料供应，但只有不到 10%的仿制药生产是在美国进行。特朗普政府就一直寻求摆脱对外国药品生产链的依赖，鼓励美国企业在本土生产药品和原料。美国为柯达提供此项贷款，目标是减少对印度等国家的药物进口依赖。

2.2.3、 国家医保局下发 500 品种清单，2022 年全部完成带量

国家医保局向各省医保局发了一个带量采购品种目录，共 500 个品种，其遴选标准为按照采购金额排序，覆盖前 80%的药品，即均是临床应用广泛，销售额高的大品种。同时在带量采购的品类上，只要是采购金额前 80%的品种，化药、生物制剂、中成药都要纳入带量采购。如果符合国家带量采购的标准，那么就由国家组织带量采购，如果不符合国家带量采购范围，国家带量采购后剩下的品种，各省市可以结合当地情况确定品种及数量。从时间上要求，2021 年覆盖 250 个品种，2022 年要全部覆盖。500 个临床销售前 80%的品种都将进行带量采购，体现了国家降价的决心，带量采购成为常态，专利过期药物，会逐渐成为普药，利润空间越来越小。专利药需要面临医保准入的谈判，如何在有效准入期放大市场是所有药企必须去做的。

2.2.4、 第三批国采文件下发

7 月 29 日，上海阳光医药采购网发布国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室关于发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》的公告，宣布第三批集中采购正式开始。

公布了采购品种目录本次药品集中采购品种，首年约定采购量计算基数、相应比例采购量汇总值。确定了各品种各地首年约定采购量，确定了采购周期与采购协议。

2.3、 重点公司跟踪

2.3.1、 恒瑞医药发布中报

恒瑞营业收入 113 亿，增长 12.79%，归属于上市公司股东的净利润 **26.6 亿，增长** 10.34**%。**研发创新方面，一是继续加大研发投入。上半年累计研发投入 18.63 亿元，比上年同期增长 25.56%。二是项目注册申报有序推进。上半年公司取得创新药制剂生产批件 3 个，仿制药制剂生产批件 1 个，取得创新药临床批件 37 个，取得 3 个品种的一致性评价批件，完成 2 种产品的一致性评价申报工作。三是专利申请和维持工作顺利开展。报告期内公司提交国内新申请专利 78 件，提交国际 PCT 新申请 39 件，获得国内授权 24 件，获得国外授权 49 件。

国际化方面，公司继续加大国际化战略的实施力度，积极拓展海外市场。仿制药国际化方面，盐酸右美托咪定氯化钠注射液在美国获批；此外，报告期内公司分别向美国 FDA 递交了 3 个原料药、1 个中间体、2 个制剂的注册申请；其他新兴市场也逐步加强注册力度。

2.3.2、 恒瑞发布股权激励方案

本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 2,573.60 万股，本计划授予的激励对象总人数为 1,302 人，占公司截至 2019 年 12 月 31 日在册员工总人数 24,431 人的 5.33%。限制性股票的授予价格为 46.91 元，限制性股票解除限售的公司业绩条件为：以 2019 年净利润为基数，2020 年、2021 年、2022 年各年度的净利润较 2019 年相比，增长率分别不低于 20%、42%、67%。

3、 重要子行业分析

3.1、 CRO 行业正在腾飞，长期繁荣

Cro&cmo 行业主要需求端来自研发费用和研发外包率，有不同的分类维度，按照地域来看主要是国际和国内两块，大部分主流 cro 是做海外市场起家，近年来国内市场兴起也大力发展国内；按照客户分主要是分为 biotech 和 big pharm，小的药企需要提升研发水平，补充研发环节，大的药企需要降低成本外包非核心环节。

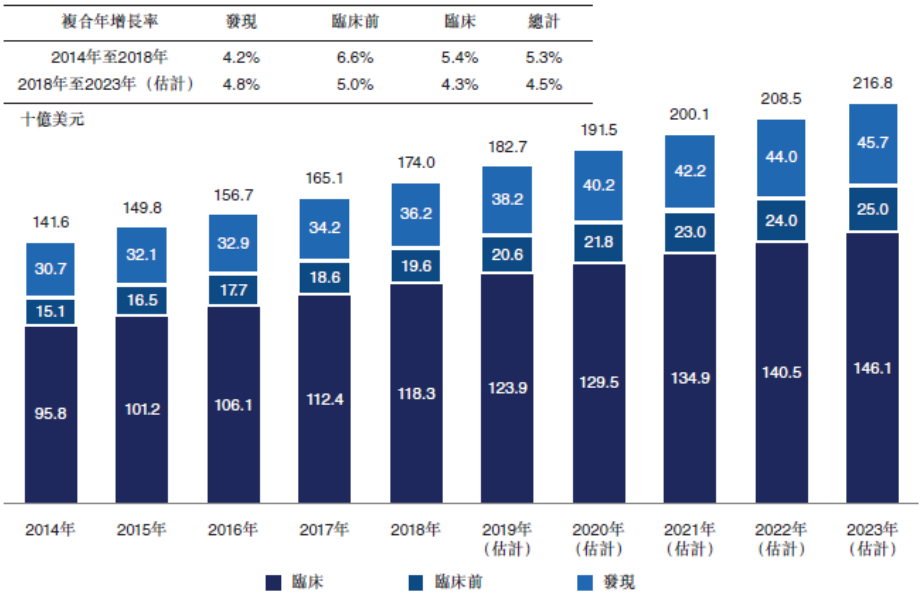
另外也可以通过新药批准数量，IND 申请数量，新药在研数量的维度分析需求端增长。

3.1.1、 研发费用

3.1.1.1、 全球研发支出保持一定增长，药物开发难度加大

全球研发支出增速近年来及未来约保持 5%左右增长。随着药物开发难度加大和时间的拉长，平均每个新药的研发费用仍在快速增长。

图9： 全球研发支出及预测



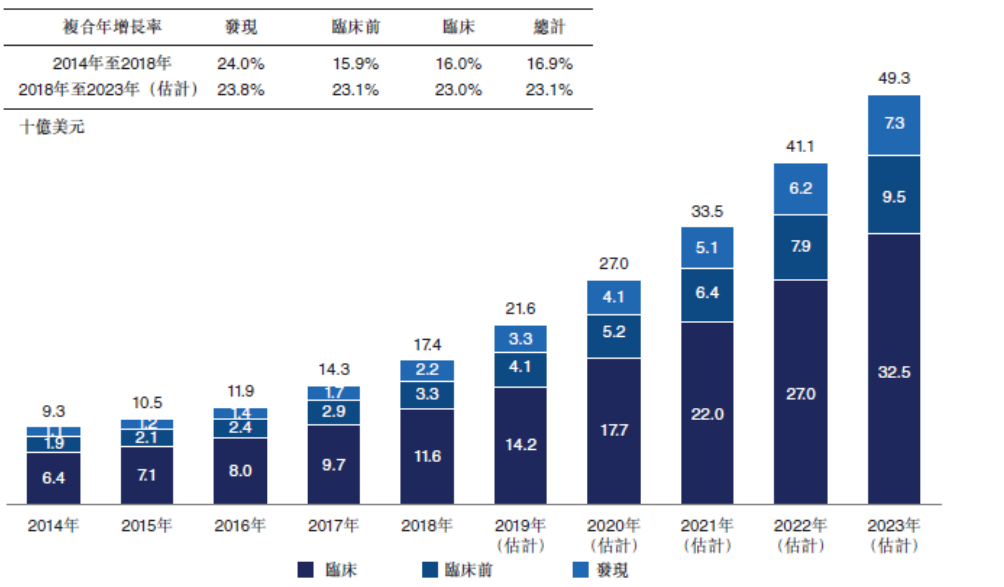
资料来源：弗若斯特沙利文资料，新时代证券研究所

3.1.1.2、 国内研发支出未来增速进一步提高

国内研发支出预计今年 216 亿美元，约为全球市场 1/10，近五年保持 17%的快速复合增速，未来五年预计增速进一步提高达到 23%。主要是临床前试验和临床试验的费用增速明显提高导致。

国内规模以上医药制造业 17 年研发投入占比仅 2%，同期美国研发投入占比超过 15%，国内提升空间很大。

图10： 国内研发支出及预测



资料来源：弗若斯特沙利文资料，新时代证券研究所

3.1.2、 研发支出外包率提升加快

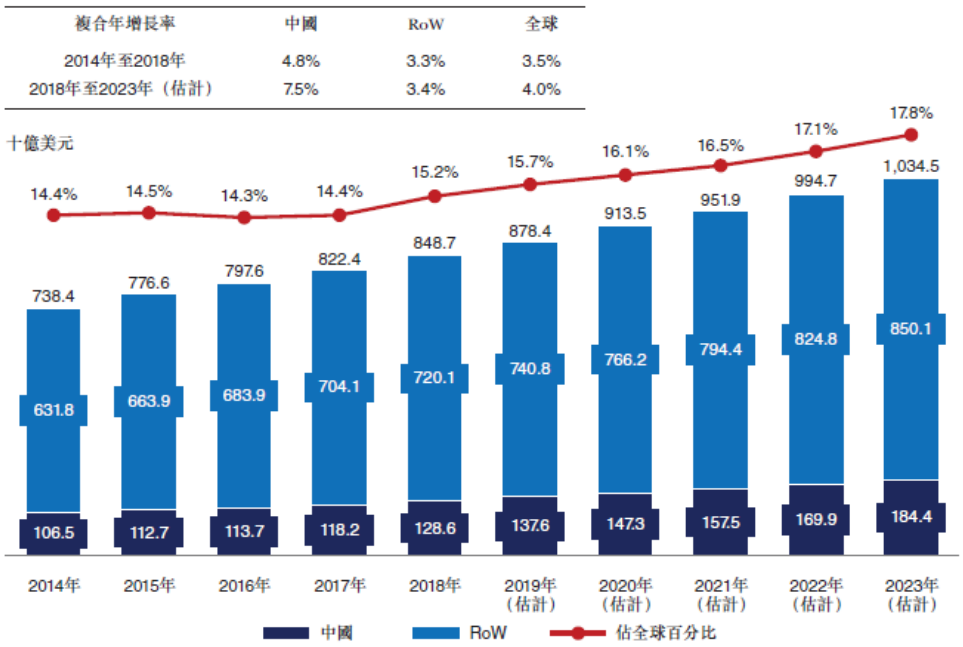
全球 CRO 外包率由 2014 年的 32.6%增至 2018 年的 37.2%，每年增加一个百分点的比例。预计未来 5 年增长加快，每年约提高 2 个百分点，2023 年达到 48.0%。

由于大量的创新是小药企完成，必然越来依赖一体化全流程的 cro 公司，因此需要大型 CRO 公司的紧密协作。国内这种情况较多，目前国内药企外包率约 15%，远低于国际水平，未来提升空间较为明显。大药企主要由于单个新药研发费用增加，导致外包需求增加。从研发时间来看，CRO 可以节约 30-40%的研发时间。

3.1.3、 创新药销售额增速加快

国内创新药销售额近五年增速接近 5%，预计未来五年增速显著提升至 7.5%，约为全球（不含中国）增速的 2 倍多。应用端的增长是最终的需求拉动。国内巨大的市场、创新药审批加快以及进入医保加快，促进了销售的快速增长。

图11： 国内外创新药销售额增速将提升

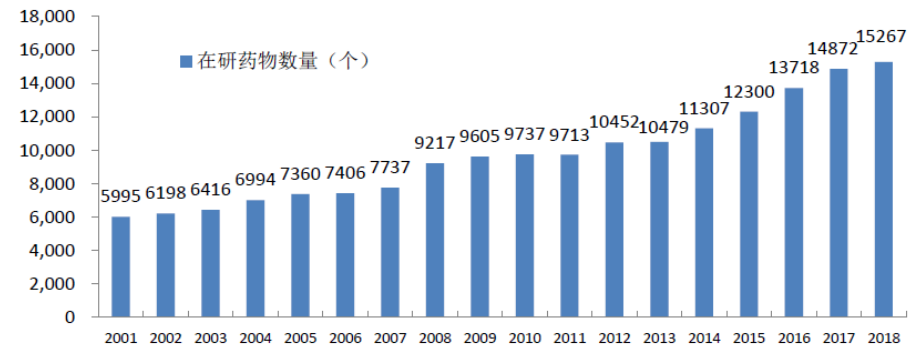


资料来源：弗若斯特沙利文资料，新时代证券研究所

3.1.4、 全球在研药物稳步增长

2011 年以来，全球在研新药数量呈现明显增长势头。2014 年-2017 年全球在研新药数量同比增幅均超过 8.0%，但近两年增速放缓。

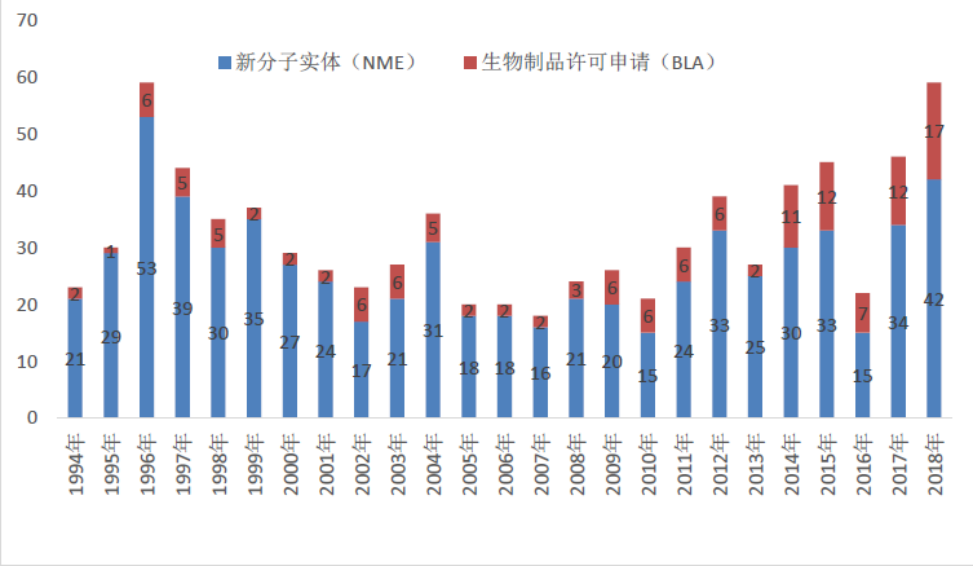
图12： 全球在研药物稳步增长



资料来源：Citeline 公司 Pharmaprojects/Pipeline 数据库，新时代证券研究所

从 FDA 批准上市的新药来看，2011 年起得到改善，获批药物呈现稳步上升的趋势。2011 至 2018 年这段时期 NMEs 的平均获批数量达到 29.5 个，2018 年获批的数量更是达到 42 个，为近 20 年的高峰。预计未来 5 年，每年仍将有 30 到 40 个 NMEs 推出市场。

图13： 近年来 FDA 批准新药呈增长态势



资料来源：FDA，新时代证券研究所

国内 IND 申报方面，近年来 CDE 接受的 IND 申报增速约 30%，保持了高速增长。

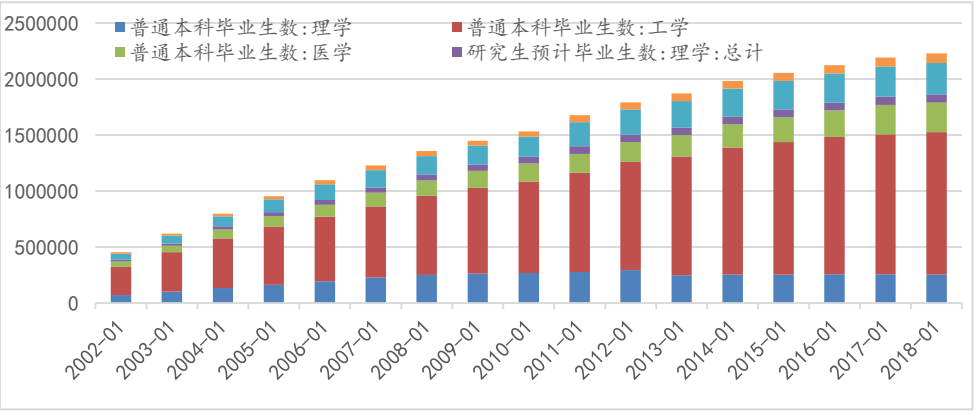
3.1.5、 供给端：工程师红利非常显著

Cro&cmo 行业主要供给端，首先是工程师人才，生物化学大量留学人才，中国人口基数巨大，受几千年传统文化熏陶，非常热度读书研究，人生前二十多年拼尽全力学习考试研究。尽管中国的蓝领劳动力红利有所下降，但工程师红利仍然巨大。中国人非常勤奋、自律、热爱赚钱。留学人才能够搭起中美的桥梁，引进欧美技术，打开欧美市场。

国内人工薪资便宜，化工人才 18 年 64000 元每年，美国化学工程师约 92000 美元，相差约 10 倍。且国内工作时间更长，加班时间长。

国内 CRO 的整体成本约在国际的 30%-50%之间，因此优势明显。特别是不限制工作地点的领域，比如数理统计。

图14： 高等教育理工医人才丰富



资料来源：wind，新时代证券研究所

3.1.6、 产能及基础设施蓄势待发

国内化工产能丰富，可以通过转 CDMO 实现产业升级。目前国内化工及原料药产能达到全球三分之一以上，去产能和环保压力较大，亟需转型升级，提升价值。

3.1.7、 临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集

国内临床机构截止今年 8 月，累计认证 738 家，目前约 583 家处于资格证有效期内。17 年之后临床机构数量明显增加，达到了 17 年之前的 2 倍左右。也可以进行国际多中心临床试验，对自己的患者负责即可。

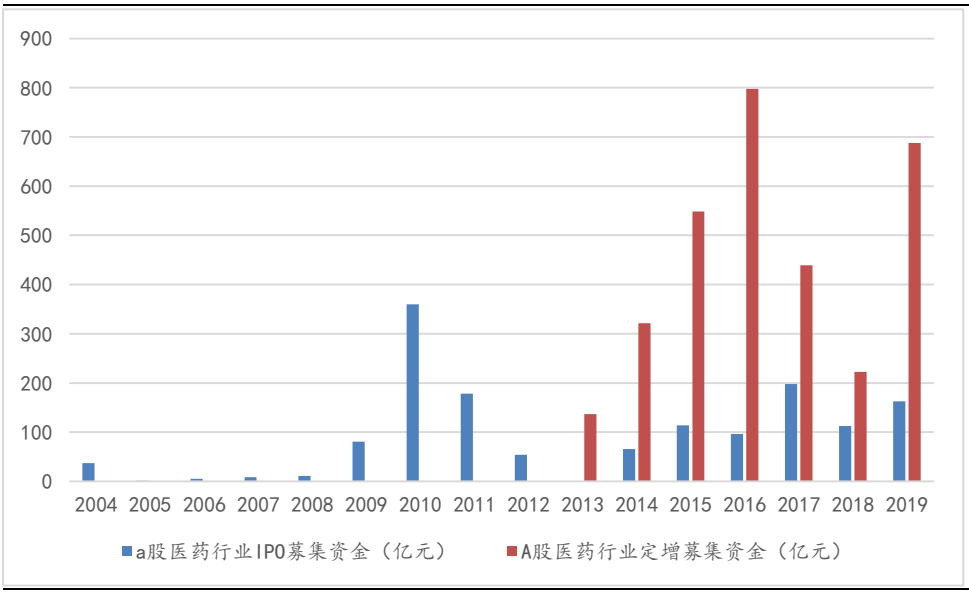
国内人口基数最大，各种病患容易募集，且国内医疗资源高度集中于大城市，遇到大病重疾的患者（罕见病和肿瘤）也往往到大城市就医，因此招募较为容易。

国内临床费用方面一期约 10 万每人，二期约 20 万每人，三期约 20 万每人，假设招募人数比为 1:3:10，各期费用比约为 1:6:20。以肿瘤患者为例，美国的患者招募成本约为国内的 2.5 倍。

3.1.8、 资本市场迎来春天更加给力

资本支持来自金融市场和企业自有资金。近年来鼓励医药创新企业股票市场融资，科创板、港股融资均放开，有力推动医药创新企业的融资。

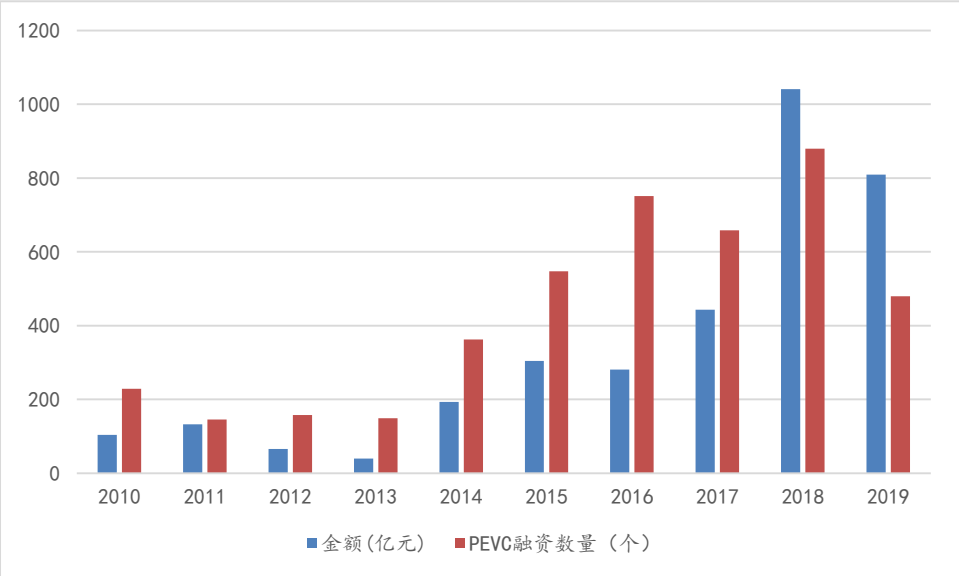
图15： A 股医药行业融资额显著回暖



资料来源：wind，新时代证券研究所

PE 和 VC 投资融资额显著高于 A 股 IPO，与 A 股定增额高峰持平,是创新小药企的主要融资方式，19 年较 18 年有所下降，但整体仍处于高位，预计是金融去杠杆带来了一定的融资压力。

图16： 医药行业 PE&VC 融资额



资料来源：wind，新时代证券研究所

从企业自有资金的投入来看，一方面国内仿制药龙头纷纷转型创新药、生物类似药等，大大加大了研发投入占比，往往超过 10%，转型成败成为药企的生死攸关的转折点。另一方面由于国内带量采购的国家、省、市三个层面的全面铺开，非一致性评价品种、非医保品种、注射剂、生物药也被纳入带量采购，药店价格也受到控制，因此药企的利润受到了一定影响，对药企利润投研发有一定影响。

3.1.9、 政策大力支持医药创新

政策是重要催化剂，1、出台大量鼓励药品创新的政策，最有代表性的是 17 年 10 月印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》。包括知识产权保护的加权；各地政府的产业政策对生物制药的创新的补贴以及税收减免；新药研发与国际接轨，加入 ICH，新药要求全球新概念；推进 MAH 制度；放开临床试验机构的申请备案。2、加快创新药审批和国际创新药引进。3、加快医保目录谈判，医保资金腾笼换鸟，谈完保证进入医院。4、一致性评价推进 CRO 发展，不通过一致性评价也难逃带量采购，这样一定程度促进了 BE 的积极性，避免药企认为做不做都一样。5、创新不容易被政策直接干预，往往是发糖，因为创新不好监管，不像仿制药已经被政府强力监管控制起来，手段包括加强集中度，取消差异化，核算成本，几乎唯一终端全力压价，压缩销售环节控制销售费用等。6、cxo 很大一块针对海外市场，出口创汇政府也是欢迎的。而且相当一部分需求端不会受到国内政策的冲击（比如医保控费等）。

3.2、 药店行业机遇与风险并存

3.2.1、 行业终端增速放缓

根据我们的判断，医药制造业增速逐步放缓，19 年预计 8.5%，20 年预计 7%。行业零售端整体增速也逐渐放缓，预计 19 年 4%，20 年仅 3%。三块主要细分医院、基层、药店来看，医院低于整体，基层较快。19 年药店数量首次下滑，近五年药店零售额缓慢下降，从 14 年的 10.6%下降到 18 年的 7.5%，根据我们的判断，药店 19 年销售额预计增速 4.7%，20 年增速预计 3.8%。

3.2.2、 处方药外流大势所趋

国内目前医院住院销售额、门诊销售额和零售销售额各占三分之一，也就是零售药店占三分之一，比例远远低于美国，处方药外流是行业增长的一个动力。

国内在药占比、DRGS、零加成和带量采购控制销售费用等多个重磅政策影响下，预计 2020 年有 2400 亿左右处方药外流。

当然处方药外流也有一定的困难，4+7 带量采购后导致的院内市场和院外市场的巨大价格差也可能导致短期的处方药内流。

另外就是基层医疗最近发展较快，也是保基础的主要手段，基层医疗机构也是以慢性病为主，且医疗服务属性更强，对药店形成了一定的竞争。

未来慢性病仍将是药店的主要方向，由于带量采购影响，相关品种的价格可能会在集采价格基础上有一定的加成，否则价格严重倒挂的情况下，处方药倒流，医院压力更大，也不符合政策初衷。从目前来看，慢病处方药是药店增长最好的一个品类，但毛利率偏低，可以发挥引流的作用。具体还可以看下文提到的慢病纳入统筹医保的分析。

3.2.3、 集中度提高空间大，龙头企业优势明显

行业集中度不够高，国内目前单个药店平均服务人数约 3000 人，低于国际水平如美国，整体密集度偏高，需要整合。国内前十连锁药店占据市场 20%左右，而美国高达 90%，英国超过 40%。集中度提高能够提高规模效应，降低采购成本，打造品牌效应，利好龙头药店。也反映了龙头药店的增长空间较大。

随着政策监管的加强，龙头企业更加规范化，更容易获得医保资质，药师远程审方降低成本，配合互联网医院开方等，容易获得竞争优势。

龙头上市药企融资能力强，资本实力突出，促进了龙头药店的做大做强。龙头药店近年的新增门店数（自建+并购）基本在 20-40%之间，与公司营收增长相关性较强。

并购资本加剧了药店行业洗牌，主要包括上市四大药店、制造业药企、PE&VC（高瓴资本）、互联网资本（阿里）。

3.2.4、 互联网零售存在一定的冲击

2018 年实体药店销售额（含药品和非药品）5200 亿元，增速 4.4%，较前年下降近 3 个 pp，降幅明显。同期网上药店（含药品和非药品）达到 905 亿，增速高达 60%，尽管增速也较前年下降 40pp。可以看出网上药店销售占据了一定的市场份额，且增速远高于实体药店。

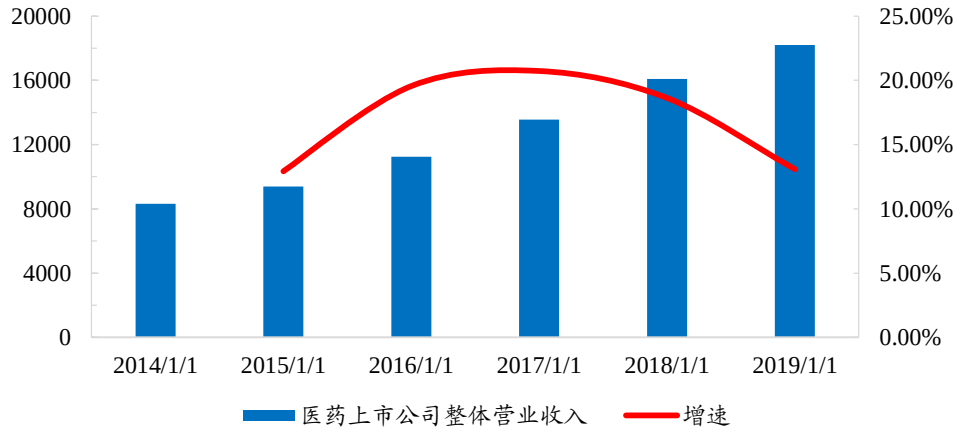
4、 报告及数据

4.1、 上周报告及调研回顾

新时代医药生物团队投资周报-波动无忧，经济内循环下侧重自主科创和出口板块-2020 年 07 月 28 日

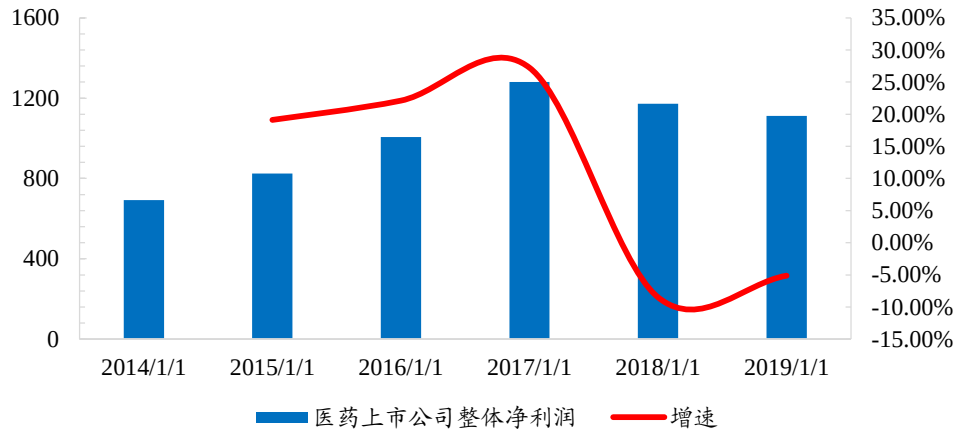
4.2、 行业跟踪数据一览（图表）

图17： 医药上市公司整体营业收入（亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所

图18： 医药上市公司整体净利润（亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所

5、 风险提示

带量采购政策风险，中美关系不确定性

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物与会计双学士，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09 年进入国信证券研究所从事医药宏观及相关课题研究，17 年进入财通证券研究所担任医药资深分析师，20 年加入新时代证券研究所，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/